

Санкт-Петербургский государственный университет

Высшая школа менеджмента

НАУЧНЫЕ ДОКЛАДЫ

М. В. Фомин, А. В. Бухвалов

АНАЛИЗ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ РОССИЙСКИХ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ

№ 12(R) – 2015

Санкт – Петербург

2015

М. В. Фомин, А. В. Бухвалов. Анализ сделок слияний и поглощений российских металлургических компаний. Научный доклад. № 12 (R)–2015. Высшая школа менеджмента, Санкт-Петербургский государственный университет: СПб, 2015.

Ключевые слова: М&А, металлургическая отрасль, деловые циклы, несостоятельность, банкротства, корпоративный долг

Аннотация: Стратегический менеджмент и теория делового цикла обращают внимание на значимость контрциклических политик по управлению деловым циклом (contracyclical business cycle management practices), среди которых можно выделить политику по проведению сделок слияний и поглощений (М&А). Согласно контрциклической политике М&А компаниям следует покупать предприятия на стадии падения, когда цены являются низкими и продавать активы (в случае необходимости) на стадии подъема, когда цены завышены для достижения цели прибыльности деятельности. В работе рассмотрены сделки М&А российских металлургических компаний во время последнего делового цикла (2000 – 2013 годы). Металлургическая отрасль традиционно рассматривается как пример отрасли, находящейся под значительным воздействием со стороны колебаний делового цикла по причине эластичности предложения металлов и промышленного производства. Показано, что фактическая политика М&А финансировалась за счёт долга и была проциклической, а не контрциклической, что противоречит теории. Показано, что большинство сделок было заключено во время стадии подъема и даже на пике делового цикла, кроме того, некоторые активы были проданы на стадии кризиса. Также показано, что, несмотря на то, что рассмотренные компании придерживались сходных проциклических политик, некоторые из них оказались в состоянии финансовой несостоятельности. Появление риска финансовой несостоятельности объясняется не только степенью следования проциклической политике М&А, финансируемой за счёт долга, но и другими факторами – направлением географического развития и некоторыми факторами корпоративного управления.

Фомин Максим Владимирович аспирант, кафедра финансов и учета, Высшая школа менеджмента, Санкт-Петербургский государственный университет
e-mail: st021766@student.spbu.ru

Бухвалов Александр Васильевич, доктор физ.-мат. наук, профессор, кафедра финансов и учета, Санкт-Петербургский государственный университет
e-mail: bukhvalov@gsom.spbu.ru

© Авторы научного доклада, 2015

© Высшая школа менеджмента СПбГУ, 2015

St. Petersburg State University
Graduate School of Management

WORKING PAPER

M. Fomin, A. Bukhvalov

**ANALYSIS OF M&A DEALS OF RUSSIAN
METALLURGICAL COMPANIES**

#12 (R) – 2015

Saint Petersburg

2015

M. Fomin, A. Bukhvalov. Analysis of M&A deals of Russian metallurgical companies. Working Paper # 12 (R)–2015. Graduate School of Management, St. Petersburg State University: SPb, 2015.

Keywords and phrases: M&A, metallurgical industry, business cycle, insolvency, bankruptcy, corporate debt.

Abstract: Strategic management and especially business cycle theory place emphasis on importance of contracyclical business cycle management practices (BCM), among one of them is M&A policy. According to contracyclical M&A policy companies should acquire enterprises during periods of recessions when prices are low and sell assets (if there is necessity) during boom years because otherwise the M&A policy would not be profitable. In this paper M&A deals of Russian metallurgical companies during recent business cycle (2000 - 2013) are analyzed. Metal industry is traditionally viewed as being under large exposure of business cycle fluctuations due to link to supply elasticity and industrial production. It is shown that actual M&A policy of companies was debt – financed and procyclical rather than contracyclical which was contrary to what was suggested by theory. It is shown that most acquisitions were performed during boom period even close to peak and some sales were done after crisis. It is also shown that although all selected companies pursued similar expansion procyclical policies, some of them experienced threat of financial insolvency. Whether company experienced threat of financial insolvency can be explained not only by the degree of procyclical debt – financed M&A policy, but also by other factors – direction of geographical expansion and corporate governance of a company.

Maxim Fomin, Doctoral Student, Graduate School of Management Saint-Petersburg State University.

e-mail: st021766@student.spbu.ru

Alexander V. Bukhvalov, Doctor of Sciences, Professor, Finance and Accounting Department, Saint-Petersburg State University

e-mail: bukhvalov@gsom.spbu.ru

СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	7
Состояние металлургической отрасли: деловой цикл и сделки M&A.....	10
Исследование сделок M&A компаний «Северсталь», «НЛМК», «РУСАЛ» и «Мечел»	12
Северсталь.....	13
Группа НЛМК.....	18
Российский алюминий.....	20
Мечел.....	23
Сравнение политики M&A рассмотренных компаний.....	27
Заключение	27
Литература	29
Executive Summary	32
Приложения	33

Введение

Металлургию традиционно разделяют на чёрную (железо, руда, сталь, часто включают трубную промышленность) и цветную (золото, никель, алюминий, цинк, молибден, медь, золото, серебро, и др.). Ключевыми компаниями в чёрной металлургии в России являются:

- «Северсталь»;
- «Новолипецкий металлургический комбинат»;
- «Магнитогорский металлургический комбинат»;
- «Мечел»;
- «Трубная металлургическая компания»;
- «Объединённая металлургическая компания»;
- «Группа Челябинский трубопрокатный завод».

Ключевыми компаниями в цветной металлургии являются:

- «Российский алюминий» (алюминий, глинозём)
- «Норильский никель» (титан, палладий)
- «ВСМПО – Ависма» (титан)

Металлургическая отрасль является одной из ключевых отраслей экономики России. На фондовом рынке ММВБ существует отраслевой индекс металлов и добычи, в который входят 20 компаний (с 17 марта 2015 года). В этот индекс из перечисленных компаний входят Северсталь (ключевой актив – Череповецкий металлургический комбинат), Норильский Никель (Норникель), Магнитогорский Металлургический комбинат, Мечел, Новолипецкий металлургический комбинат (группа НЛМК), Российский алюминий, Трубная металлургическая компания, ВСМПО – Ависма.¹ В совокупности эти компании производят 80% от совокупного выпуска чёрной металлургии. Ряд компаний вследствие сделок в первом десятилетии (период роста в отрасли) по слиянию и поглощению стали вертикально – интегрированными компаниями. Поскольку отрасль металлургии подвержена влиянию колебаний делового цикла, возникает вопрос о связи стратегии металлургических компаний с периодом делового цикла в металлургической отрасли. Считается, что металлургия обладает признаками цикличности по двум причинам: во – первых, предложение металла на рынке является неэластичным по цене, а во – вторых спрос на металлы сильно связан с промышленным производством, которое, в свою очередь, подвержено влиянию делового цикла в экономике.² Спад в экономике, рецессии связаны со снижением цен на металлы. Кризис 2008 – 2009 является иллюстрацией связи между состоянием экономики, ценами на металлы и состоянием металлургических компаний. Безусловно, снижение цен является вызовом для металлургических компаний. Ряд компаний, например, «Русал» и «Мечел» после смены стадии делового цикла в 2009 – 2011 годах оказались в сложном финансовом положении. Некоторые компании, например, «Северсталь», продали ранее купленные зарубежные активы (металлургические заводы).

¹ Индексы – Московская Биржа. Московская Биржа – [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://moex.com/ru/index/MICEXM%26M/constituents/>, свободный. Загл. С экрана.

² Issler J. V., Rodrigues C., Burjack R. 2014. Using Common Features to Understand the Behavior of Metal – Commodity Prices and Forecast Them as Different Time Horizons. *Journal of International Money and Finance*, No. 42, p. 310 – 335.

Национальное Бюро по экономическим исследованиям США (NBER) даёт следующее определение делового цикла – это повторяющиеся, не обязательно периодические колебания (цен),³ причём подчёркивается, что наличие ценовой волатильности не является достаточным признаком наличия цикла. Цикл рассматривается с двух аспектов – масштаб колебаний цен и длительность периода, в рамках которого цены растут или сокращаются. Под пиком понимается завершение периода бума, за которым следует снижение цен. Под «дном» понимается окончание периода сокращения цен (минимальное значение за полгода до этого значения и полгода после). Академические исследования колебаний цен на различные металлы показывают присутствие колебаний цен в отрасли, но расходятся во мнении относительно того, могут ли эти колебания быть признаны циклами. Большинство эмпирических исследований показывают, что периоды спада в среднем длятся дольше, чем периоды роста, при этом отсутствуют существенные доказательства связи между длительностью цикла и масштабом движения цен.

В академической литературе рассматривается следующий вопрос: могут ли цены на металлы быть моделированы процессом случайного блуждания или нет. Авторы эмпирических исследований, в целом, приходят к отрицательному мнению на этот счёт и обнаруживают статистически значимую регулярность изменений цен, однако попытки идентификации тренда цен металлов не привели к каким-либо успехам.⁴

Стоит упомянуть последний период делового цикла, который получил название «супер - цикла» по причине своей длительности и существенного роста цены.⁵ Цены на металлы и углеводороды выросли в реальном выражении более чем в два раза, а цены на продовольствие – на 75% за последние 15 лет. Главным фактором этого цикла считается промышленный рост в Китае, Индии, и, в меньшей степени, в других развитых странах. Хотя начало супер – цикла традиционно относят к началу 2000ых годов, эмпирические исследования показывают, что статистически более точной оценкой начала является дата между 1995 и 2000-ым годом. В целом, эмпирические исследования подтверждают гипотезу о том, что последний период роста в отрасли значительно отличается от предшествующих по протяжённости во времени и масштабу роста цен.⁶ Несмотря на падение спроса и экономический кризис в 2008 – 2009 годах, цены на металлы быстро восстановились в 2010 – 2011 годах в целом до предкризисного уровня. Эмпирические исследования позволяют идентифицировать 4 супер – цикла на протяжении последних 150 лет, длившихся примерно по 30 – 40 лет.⁷ Первый цикл длился с 1894 по 1932 (пик - 1917), второй с 1932 по 1971 (пик – 1951), третий с 1971 по 1999 (пик – 1973), четвёртый – с 2000 года.⁸ Во всех случаях была обнаружена взаимосвязь между промышленным ростом и ростом цен на сырьё, включая металлы.^{9,10} Также эмпирические исследования подтверждают взаимосвязь между макроэкономическими показателями (промышленный выпуск, уровень

³ Roberts M.C. 2009. Duration and characteristics of metal price cycles. *Resource Policy*. 34, p. 87 – 102.

⁴ Там же.

⁵ Jerrett D., Cuddington J. T. 2008. Broadening the Statistical Search for Metal Price Super Cycle to Steel and Related Metals. *Resource Policy*, 33, p. 188 – 195.

⁶ Там же.

⁷ Erten B., J.-A. Ocampo. 2013. Super cycles of Commodity Prices Since the Mid – Nineteenth Century. *World Development*. Vol. 44, p. 14 – 30.

⁸ Там же.

⁹ Issler J. V., Rodrigues C., Burjack R. 2014. Using Common Features to Understand the Behavior of Metal – Commodity Prices and Forecast Them as Different Time Horizons. *Journal of International Money and Finance*, No. 42, p. 310 – 335.

¹⁰ Lesourd J. B., Badillo D. 1998. The existence of Metal Price Cycles. *Resources Policy*. Vol. 24, No. 3, p. 147 – 155.

инфляции, курсы валют, индексы фондового рынка) и ценами на металлы, причём она различается по странам.¹¹

Состояние металлургического рынка и текущая стадия делового цикла напрямую связаны со стратегией металлургических компаний. Некоторые российские металлургические компании в последнее десятилетие ставили перед собой задачи по выходу на мировые и зарубежные рынки, построение вертикально – интегрированной структуры, выход на полную обеспеченность ресурсами (в основном понимается полная обеспеченность сырьём). После периода роста металлургических компаний некоторые из них оказались в сложном финансовом положении (финансовая несостоятельность – неспособность удовлетворить финансовые требования кредиторов, что грозит привести к запуску юридической процедуры банкротства).

Стратегии компании в контексте деловых циклов являются малоизученной темой.¹² В литературе вопрос делового цикла рассматривается под названием менеджмента делового цикла (business cycle management, BCM). BCM сводится к применению на практике в компании набора контрциклических политик по широкому ряду направлений, включая финансы, управление персоналом, управление запасами, маркетинг, отношения с поставщиками, слияния и поглощения и т. п. Существует несколько теорий, выделяющих детерминанты применения стратегий BCM: теория случайности (применение политик BCM чисто случайно), даты основания (компании, созданные в периоды рецессии более склонны к применению BCM), теория рутин (компании постепенно адаптируются к изменениям и на скорость адаптации влияют формальные процедуры в организации), суждение менеджмента (различия в применении BCM вызваны суждениями менеджмента)¹³.

Ряд эмпирических исследований показывает, что применение контрциклических стратегий позволяет улучшить показатели эффективности (в зависимости от области применения). Однако исследования показывают, что компании, применяющие контрциклические стратегии, находятся в меньшинстве. Более того, даже те компании, которые применяют эти стратегии, используют их только в 1 – 2 ключевых направлениях. Однако ожидания, а также принятие ими решений (включая инвестиционные) оказывают существенное влияние на экономику.¹⁴

Данная работа посвящена анализу сделок M&A в металлургической отрасли в российских компаниях. Металлургическая отрасль имеет выраженные признаки колебаний в зависимости от делового цикла, что требуется учитывать при принятии стратегических решений в компаниях. К примеру, в 2006 году во время бума в металлургии (пик пришёлся на 2007 год) McKinsey опубликовало анализ металлургической отрасли, в котором указало на перспективы спада в отрасли, поскольку эта отрасль подвержена колебаниям делового цикла. Этот риск увеличивается от того, что рост в отрасли в предыдущие годы превышал средние показатели за последние десятилетия по колебаниям и по продолжительности, что угрожает кризисом перепроизводства.¹⁵ Консалтинговое агентство McKinsey пришло к выводу о необходимости пересмотра стратегий металлургических компаний, а именно

¹¹ Labys W. C., Achouch A., Terraza M. 1999. Metal Prices and Business Cycle. *Resources Policy*, 25, p. 229 – 238.

¹² Bromiley P., P. Navarro, Sottile P. 2008. Strategic Business Cycle Management and Organizational Performance: a Great Unexplored Research Stream. *Strategic Organization*, Vol. 6 (2), p. 207 – 219.

¹³ Там же.

¹⁴ Leban R., Lesourne J. 1980. The Firms' Investment and Employment Policy Through Business Cycle. *European Economic Review*, 13, p. 43 – 80.

¹⁵ Опережая спад. Вестник McKinsey. Специальный выпуск №15. 2006. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://vestnikmckinsey.ru/metals-and-mining/operezhaya-spad>, свободный. Загл. с экрана.

предложило заключать трансграничные сделки M&A между компаниями на развитых рынках, обладающих доступом к каналам сбыта и характеризующимся высокой эффективностью с компаниями из развивающихся стран, которые могут предложить дешёвые ресурсы для создания ценности в вертикально – интегрированной цепи. Также McKinsey указало на необходимость сокращения издержек, что произошло после кризиса 2008 – 2009 года. Стимулом к смене «активных» на «защитные» стратегии являлось (в том числе, к снижению издержек) обострение конкуренции после кризиса.¹⁶ Металлургические компании изменили подход в реализации со сбыта продукции на поставку продукции с высокой добавленной ценностью.¹⁷

Целью данной работы является анализ влияния сделок M&A компаний металлургической отрасли на структуру капитала компаний и связь этих сделок с периодом делового цикла в отрасли, а также выявление причин, по которым некоторые металлургические компании оказались в сложном финансовом положении. Несмотря на сходство макроэкономических, отраслевых условий, а также на сходство стратегий металлургических компаний, некоторые из них оказались в сложном финансовом положении («РУСАЛ», «Мечел»), в то время как другие успешно справились с наступившими финансовыми проблемами («Северсталь», «НЛМК»). *Задачами работы* являются исследование делового цикла в металлургической отрасли и исследование сделок M&A в крупнейших компаниях. В исследовании сделок M&A рассматриваются следующие аспекты: период делового цикла, на котором заключается сделка, финансирование сделки, влияние на структуру капитала компании, интеграция объекта покупки в существующую бизнес – модель. В исследовании рассматриваются 4 российские металлургические компании: «Северсталь», «НЛМК», «РУСАЛ» и «Мечел».

Состояние металлургической отрасли: деловой цикл и сделки M&A

С начала 2000ых годов происходила консолидация в мировой металлургии, которая затронула Россию. Целью консолидации компаний являлось построение вертикально-интегрированных компаний, устойчивых к деловым циклам в отрасли. В 2002 произошло объединение сталелитейных компаний в Европе и в Азии: в Европе объединились компании Usinor, Arbed и Aceralia, в Японии объединились Kawasaki Steel и NKK в группу JFE.¹⁸ Консолидация также привела к трансграничным приобретениям: Nucor приобрела Birmingham Steel, а International Steel Group – Acme, LTV и Bethlehem Steel. В России к 2006 году чёрная металлургия была консолидирована между следующими компаниями: Северсталь, ЕвразГрупп, НЛМК, ММК, Металлоинвест и Мечел.

В России ключевое значение из подотраслей металлургии имеет сталелитейная промышленность. Сталелитейная отрасль находилась в состоянии сокращения в 90ые годы, как и многие другие отрасли российской экономики. Если в 1990 году выпуск стали составлял 90 млн. тонн в год, то в 1993 году он составлял 58 млн. тонн. Минимум производства пришёлся на 1998 год – 43,8 млн. тонн. В 2000-ые годы производство

¹⁶ Быть лидером в создании. Вестник McKinsey. Специальный выпуск №4. 2010 – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://vestnikmckinsey.ru/metals-and-mining/byht-liderom-v-sozidanii>, свободный. Загл. с экрана.

¹⁷ От сбыта к сервису. Вестник McKinsey. Специальный выпуск №15. 2006. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://vestnikmckinsey.ru/metals-and-mining/ot-sbyhta-k-servisu>, свободный. Загл. с экрана.

¹⁸ Годовой отчёт за 2006 год. ОАО «Северсталь». – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.severstal.com/files_archive/rus/ir/results_reports/annual_reports/%D0%B3%D0%BE%D0%B4%D0%BE%D0%B2%D0%BE%D0%B9_%D0%BE%D1%82%D1%87%D0%B5%D1%82_2006.pdf, свободный. Загл. с экрана.

медленно увеличивалось с уровня в 59 млн. тонн (2000 г.) до 64,5 млн. в 2005.¹⁹ В 2000-е годы Россия стала одним из крупнейших экспортёров стали. Фактором развития отрасли являлось увеличение спроса со стороны развивающихся экономик (Китай, Индия, причём основной вклад вносит Китай – его доля в мировом спросе составляет примерно 25% - 30%). Потенциальным фактором развития может стать увеличение спроса в России, вызванное недоинвестированием в инфраструктуру с начала 1990-х годов. Спрос в мире послужил фактором консолидации в металлургической отрасли: с конца 1990-х годов произошло увеличение количества сделок M&A внутри России, а в начале следующего десятилетия этот процесс приобрёл трансграничный характер. Трансграничные M&A предоставляют доступ на мировые рынки, являются фактором диверсификации и дальнейшего развития.

Начиная с 2012 года в металлургической отрасли наблюдалось замедление активности сделок M&A в 2011 году объём сделок в российской металлургии составил 2,3 миллиарда долларов, а в первой половине 2012 года – 300 миллионов долларов. По мнению экспертов, падение объёма M&A после кризиса 2008 – 2009 годов связано с неблагоприятной конъюнктурой на мировых рынках.²⁰

Ценовая конъюнктура после 2011 – 2013 годов на мировых рынках металлов не является такой благоприятной, как это было в 2000-е годы. После непрерывного роста цен на различные категории металлов, в особенности цветные (золото, серебро, медь) в 2008 – 2009 годах произошла ценовая коррекция на мировых рынках. После 2009 года начался восстановительный рост, который начал ослабевать с 2011 года. В 2011 - 2013 цены на основные металлы упали. Цена на золото упала в 2013 году с \$1900 до \$1200 за тройскую унцию (в начале века - \$300), цена на серебро упала с максимального значения в 2011 году \$50 до \$16 (в начале века - \$5 за унцию), цена на медь упала с \$4.6 до \$3 за фунт. Цены в чёрной металлургии демонстрировали похожую динамику. Цена на железную руду достигла пика в 2010 – 2011 году - \$180 за тонну (в 2004 году - \$20 за тонну), к концу 2014 опустилась до \$80 за тонну.²¹

В России движение цен на металлы имеет свою особенность. На российские металлургические компании ключевое влияние помимо мировых цен оказывает валютный курс рубля. В общем, металлургические компании, как экспортёры, выигрывают от ослабления курса за счёт увеличения выручки при сохранении уровня затрат. Помимо влияния на выручку, изменения валютного курса влияют на объём долга. Таким образом, движение курса может оказывать разнонаправленное воздействие на компании и общий эффект зависит от финансового положения конкретной компании. Например, в случае компании «Мечел» общий эффект от ослабления рубля оказался положительным по долг компании номинирован преимущественно в рублях.²²

В 2011 – 2014 годах вместе с уменьшением количества сделок исходило изменение их характера. Металлургические компании старались избавиться от непрофильных активов с целью оптимизации издержек и снижения долговой нагрузки,

¹⁹ Российская статья: плацдарм для роста? Вестник McKinsey. Специальный выпуск №15. 2006. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://vestnikmckinsey.ru/metals-and-mining/rossijskaya-stal-placdam-dlya-rosta>, свободный. Загл. с экрана.

²⁰ Слияния и поглощения в металлургической отрасли. РБК. - [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rcb.ru/rcb/2007-12/8413/>, свободный. Загл. с экрана.

²¹ Is it time to buy iron ore shares? X asx. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.asx.com.au/education/investor-update-newsletter/201411-is-it-time-to-buy-iron-ore-shares.htm>, свободный. Загл. с экрана.

²² Мечелу помогла девальвация. Ведомости. – [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/business/articles/2015/04/29/mechelu-pomogla-devalvatsiya>, свободный. Загл. с экрана.

и параллельно приобретали добывающие активы. Одной из причин снижения активности M&A стало сокращение возможностей по финансированию сделок, а также затруднения в привлечении капитала металлургическими компаниями.²³ Компании отказываются от сделок M&A в пользу совместных предприятий и стратегических альянсов. Например, Северсталь продала ряд активов в Северной Америке и приняла решение сосредоточиться на развитии оставшихся стратегических активах.²⁴ В 2014 году компания продала оставшиеся крупнейшие активы (подготовка к подписанию соглашений началась в 2013 году) в Северной Америке – Severstal Columbus и Severstal Dearborn за \$2,325 млрд., из которых компания получила \$2 млрд. наличными (которые, скорее всего, пошли на погашение долга – компания примерно в это же время отозвала облигации на сумму в \$600 млн.²⁵). Сделка по продаже оценивалась как вторая по величине среди крупнейших сделок, причём не в российской металлургии, а в мировой. При этом затраты на покупку и развитие этих заводов оценивались в \$2,8 млрд. Компания ЕвразХолдинг в 2014 продала актив в Чехии группе частных инвесторов за \$286 млн. с целью выплаты долга (с помощью отзыва облигаций).²⁶

На графике 7 в приложении содержится объём сделок M&A в металлургической отрасли в мире. На графике показано, что объём сделок достиг пика в 2007 году, перед кризисом 2008 – 2009 года. Также объём сделок сократился в 2013 году, когда цены на ряд металлов существенно сократились.

Прогноз развития отрасли на 2010ые годы со стороны консалтинговых компаний и отраслевых ассоциаций предполагает стабильное состояние с низким потенциалом роста. Это вызвано несколькими причинами: замедление экономического роста в Китае как одного из ключевых драйверов роста, слабое восстановление экономик Европы и США. Падение цен на нефть (с уровня \$100 до \$60) оказало разнонаправленное воздействие на мировую экономику: с одной стороны, падение цены приводит к снижению издержек на потребительском рынке, с другой стороны оказывает дефляционное воздействие на мировую экономику. Помимо перечисленных факторов, на состояние в отрасли оказывает воздействие колебание валютных курсов, вызванное монетарной политикой в США и в Еврозоне. Этот фактор стал одной из причин уменьшения объёма сделок по причине неопределённости валютных курсов.

Исследование сделок M&A компаний «Северсталь», «НЛМК», «РУСАЛ» и «Мечел»

Для проведения сравнительного исследования были выбраны следующие компании: «Северсталь», «НЛМК», «Мечел», «РУСАЛ». Выбор компаний обусловлен тем, что все компании решали похожие задачи: выход на мировые и зарубежные рынки, построение вертикально – интегрированной цепочки создания ценности, производство продуктов с высокой добавленной ценностью, приобретение иностранных активов в металлургических отраслях. Эти задачи открыто декларировались компаниями в регулярных отчётах, в прессе, на сайтах компаний. После экономического кризиса 2008 – 2009 годов, а также после падения цен на металлы в 2011 – 2013 годах (окончание стадии подъёма делового цикла) все компании перешли к декларированию «окончания периода больших капитальных вложений» и сфокусировались на снижении издержек.

²³ 2014 Global Mining Deals Outlook and 2013 Review: Strategically Picking up the Pace. PwC mining Report.

²⁴ Северсталь завершила продажу активов Severstal North America. РБК. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://top.rbc.ru/finances/01/04/2011/569602.shtml>, свободный. Загл. с экрана.

²⁵ Metal deals: Forging Ahead 2015 Outlook and 2014 Review. PwC Mining Publications.

²⁶ Там же.

Компании «Северсталь» «НЛМК» выбраны поскольку им удалось выйти из последней стадии делового цикла без финансовых проблем, в отличие от компаний «РУСАЛ» и «Мечел». Однако тяжесть финансовых проблем у последних двух компаний является разной. Компании «РУСАЛ» удалось провести с кредиторами реструктуризацию долга на общую сумму в \$16.6 млрд., привлечь новое финансирование, продолжить операционную деятельность и предотвратить угрозу финансовой несостоятельности компании или банкротства. Компания «Мечел» оказалась в гораздо худшем финансовом положении. Переговоры с кредиторами по существенной части долга зашли в тупик, в связи с чем кредиторы подали иски о взыскании просроченной задолженности в адрес компании и её дочерних обществ. И хотя частично реструктуризация задолженности проводится²⁷, угроза банкротства всё ещё сохраняется.

Северсталь

ОАО «Северсталь» является крупнейшим в России интегрированным заводом по производству стали. Ключевыми продуктами компании являются горячекатаный и холоднокатаный и оцинкованный лист, трубы большого диаметра, сортовой прокат, метизная продукция, стальные трубы, железорудные окатыши и концентрат. Группа «Северсталь» состоит из двух отчётных сегментов (текущая организационная структура была сформирована в 2008 году): «Северсталь Ресурс» (горнодобывающие предприятия, расположенные в России и Либерии, добывающие железную руду и уголь) и «Северсталь Российская Сталь» (производство продукции на территории России).²⁸ «Северсталь Ресурс» практически полностью покрывает потребности в ресурсах подразделения «Северсталь Российская Сталь». География продаж компании включает помимо России (45% от объёма продаж) Северную Америку (30%), Европу (15%), Азию и Китай (3%).²⁹

«Северсталь Ресурс» включает в себя две группы компаний – по добыче руды и по добыче золота. К компаниям, добывающим руду, относятся: «Воркутауголь», «Карельский Окатыш», «Олкон», «PBS Coals» (Фриденс, Пенсильвания), Severstal Liberia Iron Ore Ltd, «Улугхемуголь». К компаниям, добывающим золото, относятся: «Нерюнгри Металлик», «Рудник Апрельково», «Бурятзолото», «Суздаль», «Тапарко», «Березитовый», «Societe Miniere de Dinguiraye» (Гвинея). Поглощение горнодобывающих предприятий происходило, в основном, через подразделение «Северсталь Ресурс».

Сегмент «Северсталь Российская Сталь» включает в себя компании четырёх групп: производство металлопродукции, металлических изделий, обработка металлолома и прочие компании. В группе металлопродукции находятся: «Череповецкий металлургический комбинат», «Ижорский трубопрокатный завод», СПЦ «Колпино», ТПЗ «Шексна», «Гестамп-Северсталь-Калуга». К группе компаний – производителей металлических изделий относится компания «Северсталь Метиз» (имеет мощности в Череповце, Орле и Волгограде). К группе компаний – обработчикам металлолома относятся «Вторчермет», «Мурмансквтормет», «Архангельский Втормет». Помимо перечисленных компаний в подразделение «Северсталь Российская Сталь» входят Redaelli Tecna SPA (Италия), Днепромметиз (Украина).

²⁷ «ВТБ» и «Мечел» договорились о реструктуризации долга. РБК. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://top.rbc.ru/business/05/06/2015/557157a39a7947711e35a8d4>, свободный. Загл. с экрана.

²⁸ Финансовая отчётность за I квартал 2015 года. ОАО Северсталь. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.severstal.com/files/11460/_Severstal_FS_Rus.pdf, свободный. Загл. с экрана.

²⁹ Годовой отчёт за 2013 год. ОАО «Северсталь». – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.severstal.com/files/10115/APA00121_Rus_Preview.pdf, свободный. Загл. с экрана.

В подразделение «Severstal International» входили две компании по производству стальной продукции - Dearborn (бывшее «Северсталь Северная Америка») и Columbus (Мичиган, США). В 2006 году подразделение «Северсталь Северная Америка» занимало 4 место в США по выпуску стали и контролировало 5% рынка стального листового проката.³⁰

В 2006 году Северсталь приобрела в США завод по ремонту и наладке металлургического оборудования Victory Industries.³¹ В этом же году был приобретён завод «Днепрометиз» за \$35 млн. В Великобритании был куплен завод по производству проволоки Carrington Wire за \$30.5 млн.³² В 2007 году Северсталь приобрела ряд активов сталелитейной отрасли в России. К мелким сделкам на общую сумму в \$5 млн. относятся «Петровтормет», «Северсталь-СкрапКоми», «Архангельский Втормет», «МурманскВтормет». За \$33.3 млн. приобретены геологоразведочные предприятия и заводы по переработке металлолома («Георесурс», «Северсталь - Втормет», «СПб - Гипрошахт»). За \$45.4 был приобретён «Вторчермет» - завод по обработке по оптовой продаже металлолома. В Санкт-Петербурге были куплены стивидорная компания «Нева-Металл» за \$98.7 млн. и экспедиторская компания «Нева-Металл Транс» за \$1.3 млн. За \$253 млн. были полностью куплены следующие золотодобывающие активы в Сибири: ООО «Нерюнгри - Металлик» и ЗАО «Рудник Апрельково». Северсталь также купила 86.3% долю в золотодобывающем заводе Celtic Resources в Ирландии за \$265 млн.³³ В начале 2008 года Северсталь приобрела 92% за \$17.6 млн. долю в ОАО «Стальмаг» - производителя феррониобия. За \$770 млн. был куплен полностью сталелитейный завод Sparrows Point. В середине года за \$54.8 млн. было куплено предприятие Redaelli Tecna SpA – производитель канатов и связанных изделий для горнодобывающей отрасли. В 2008 году Северсталь приобрела в США компанию Esmark по производству и дистрибуции сталеπροкатных изделий. Сумма сделки составила \$978 млн. или \$19.25 за акцию.³⁴ В том же году компания приобрела ряд компаний в сталелитейном сегменте отрасли. В США была куплена сталелитейная компания PBS Coal за \$876.8 млн. долларов и контрольный пакет в High River Gold (золотодобывающая компания) за \$63 млн. долларов, также было приобретено сталелитейное предприятие Sparrows Points (Мэриленд) за \$818 млн., WCI Steel (сталелитейное предприятие, за \$443 млн.), Baracom Limited (\$84.4 млн.), Celtic Resources Holdings (приобретение оставшихся 13,7% с целью доведения доли до 100% за \$44 млн.).³⁵ В течение 2008 года были доведены почти до 100% доли в SeverCorr и ДнепроМетиз за \$56 млн. Также были доведены до 100% доли в ОАО Карельский Окамыш (5.2%), ОАО Олкон (7.3%), ОАО Северсталь – Метиз (3%) на сумму в \$115 млн. В конце 2008 года компания совершила ряд приобретений в золотодобывающей отрасли. Был куплен контрольный пакет акций за \$62.5 млн. в River Gold Mines и 61.5%

³⁰ Годовой отчёт за 2006 год. ОАО «Северсталь». – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.severstal.com/files_archive/rus/ir/results_reports/annual_reports/годовой_отчет_2006.pdf, свободный. Загл. с экрана.

³¹ Слияния и поглощения в металлургической отрасли. РБК. - [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rcb.ru/rcb/2007-12/8413/>, свободный. Загл. с экрана.

³² Годовой отчёт за 2008 год. ОАО «Северсталь». – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.severstal.com/files_archive/rus/ir/results_reports/annual_reports/2658.pdf, свободный. Загл. с экрана.

³³ Там же.

³⁴ Severstal Completes Acquisition of Esmark Incorporated. Securities and Exchange Commission. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1392600/000104746908008717/a2187205zex-99_a5h.htm, свободный. Загл. с экрана.

³⁵ Годовой отчёт за 2008 год. ОАО «Северсталь». – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.severstal.com/files_archive/rus/ir/results_reports/annual_reports/2658.pdf, свободный. Загл. с экрана.

в African Iron Ore Group за \$32 млн. Также была полностью куплена компания «Семгео», которая вела добычу золота в Казахстане за \$38.9 млн.

Кроме сделок M&A в США и в России в 2008 году компания полностью приобрела предприятие Redaelli SpA. в Италии за \$54.8 млн. Компания занимается выпуском канатов для подъёмных механизмов, канатных дорог и транспортировочных средств.

В 2008 году Северсталь также совершала дивестиции. В апреле были проданы контрольные доли участия в некоторых шахтах в России (Шахта Березовская, Шахта Первомайская, Жерновская - 3) за \$625 млн. В июне были проданы 100% и 40% в итальянских сталелитейных компаниях Relco Spzoo и Complex Spzoo за \$18 млн. В России было продано предприятие «КузбассУголь» (угледобывающее предприятие).

Для финансирования сделок M&A использовалось долговое финансирование. Оно было произведено через выпуск облигаций компанией Steel Capital SA объёмом \$1.25 млрд. с доходностью 9.75% годовых с целью финансирования займа, выданного этой компанией в пользу Северстали на финансирование сделок.³⁶ Также в октябре 2008 года Северсталь получила синдицированный банковский кредит на \$1.2 млрд. по ставке LIBOR + 2.35% на финансирование сделок. Согласно отчётности компании, чистые идентифицируемые активы и обязательства от приобретений в 2006 – 2008 годах составляют \$3.3 млрд., из которых \$3.14 млрд. было выплачено денежными средствами, а остальное – неденежными финансовыми активами.

Таблица 1. Краткосрочное и долгосрочное долговое финансирование ОАО «Северсталь». Источник: Консолидированная годовая отчётность компании по МСФО.

Дата 31.12)	Краткосроч ный финансовый долг (млн. USD)	Долгосроч ный финансовый долг (млн. USD)	Затраты на M&A ³⁷ (млн. USD)	Займы полученные (млн. USD)	Займы погашенные (млн. USD)
2006	1082	2264	-1394	2674	2675
2007	1129	2813	-2050	3677	3677
2008	1978	6278	-4167	7542	3686
2009	1478	5749	-291	2754	3333
2010	1424	4723	-211	3478	3218
2011	1185	4791	-41	2000	2010
2012	1382	4327	-72	1543	1708
2013	628	4127	-38	849	1408
2014	774	2654	1976	1949	2572

Таблица показывает, что на протяжении 2006 – 2013 года компания увеличивала долг. В 2013 – 2014 году долг стал уменьшаться. Основной причиной роста стали затраты на M&A, которые являются частью инвестиционного денежного потока.

³⁶ Там же.

³⁷ Приобретения финансовых инвестиций и ассоциированных и дочерних предприятий, часть инвестиционного денежного потока в отчётности по МСФО.

Таблица 2. Список сделок M&A. Источник: данные компании, годовые отчёты компании.

Дата	Описание
2006	Увеличение доли в Lucchini до 70,82% (стальная группа, Италия)
2007 август	Приобретение 22% Celtic Resources (золото)
2007 октябрь	Приобретение рудников «Апрелково» и «Нерюнгри»
2007 декабрь	Увеличение доли в Celtic Resources до 86.3%
2008 январь	Увеличение доли в Celtic Resources до 100%
2008 август	Приобретение Semgo (золотой рудник, Казахстан)
2008 ноябрь	Приобретение контрольного пакета 53.8% в High River Gold (золотые рудники в России и Африке) за 63 млн.
2008	Приобретение PBS Coals (Пенсильвания) за \$877 млн. долларов
2008	Приобретение 61,5% African Iron Ore Group Ltd (лицензии на разработку месторождений руды в Либерии)
2010 февраль	Приобретение Crew Gold (золотая шахта LEFA в Гвинее)
2010, май	Приобретение 16,5% компании Core Mining (разведка месторождений железной руды в Конго)
2010	Увеличение доли в High River Gold с 50.1% до 72.6%
2010, третий квартал	Приобретение 25,6% Iron Mineral Beneficiation Services (НИОКР, Йоханнесбург, ЮАР)

Таблица 3. Список синдицированных кредитов ОАО Северсталь. Источник: cbonds.info.

Название	Дата подписания	Объём эмиссии (млрд. USD)	Цель	Статус
Северсталь 6.2005	Июнь 2005	0.3	Срочный кредит	Погашен
Северсталь 1. 3.2008	Март 2008	0.223	Проектное финансирование – для обеспечения масштабной программы по снижению электропотребления на сталелитейных предприятиях	Предоставлен
Северсталь 2, 3.2008	Март 2008	0.7	Проектное финансирование – для обеспечения масштабной программы по снижению электропотребления на сталелитейных предприятиях	Погашен
Северсталь 6.2008	Июнь 2008	0.9	Финансирование M&A – для финансирования покупки американского сталепроизводителя Esmark Inc	Погашен
Северсталь 9.2008	Сентябрь 2008	1.2	Финансирование M&A – для приобретения PBS Coal Company, а также на другие корпоративные цели	Погашен

В таблице показано, что помимо выпуска облигаций компания привлекала синдицированные кредиты. Два синдицированных кредита были выданы осенью 2008 года на поглощение двух сталелитейных компаний в США. Помимо перечисленных в таблице синдицированных кредитов, компания располагала кредитными линиями от ЕБРР (декабрь 2007 – 600 млн. евро). В сентябре 2008 года компания получила PXF – кредит на сумму 2.5 млрд. евро под залог акций некоторых рудников.³⁸

В мае 2013 золотодобывающее подразделение компании North Gold выпустило облигации вместо получения PXF кредита на рефинансирование кредита, выданного на приобретение находящихся в обращении акций компании High River Gold с целью консолидации доли участия.³⁹

Таблица 4. Список облигаций и еврооблигаций ОАО Северсталь. Источник: cbonds.info.

Название	Дата размещения / регистрации	Объём эмиссии (млрд.)	Валюта	Статус
Северсталь, 01	10.06.2003	3	RUR	Погашена 28.06.2007
Северсталь, 02	07.08.2012*	15	RUR	Аннулирована
Северсталь, 03	07.08.2012*	10	RUR	Аннулирована
Северсталь, 04	07.08.2012*	5	RUR	Аннулирована
Северсталь, 2009 (LPN)	24.02.2004	0.325	USD	Погашена 24.02.2009
Северсталь, 2013 (LPN)	22.07.2008	1.25	USD	Погашена 29.07.2013
Северсталь, 2014 (LPN)	29.04.2004	0.375	USD	Погашена 19.04.2014
Северсталь, 2016 (LPN)	19.07.2011	0.5	USD	В обращении (26.07.2016)
Северсталь, 2017 (LPN)	14.10.2010	1	USD	В обращении (25.10.2017)
Северсталь 2017-2 (conv.)	19.09.2012	0.475	USD	В обращении (24.09.2017)
Северсталь 2018, (LPN)	13.03.2013	0.6	USD	В обращении (19.03.2018)
Северсталь, 2022 (LPN)	04.10.2012	0.75	USD	В обращении (17.10.2022)
Северсталь БО-01	23.09.2009	15	RUR	Погашена 18.09.2012
Северсталь БО-02	24.02.2010	10	RUR	Погашена 15.02.2013

³⁸ Годовой отчёт за 2010 год. ОАО «Северсталь». – [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.severstal.com/files_archive/files/4888/annual_report_2010.pdf, свободный. Загл. с экрана.

³⁹ NorthGold отвергает PXF, и рефинансирует промежуточный кредит с помощью облигаций. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://cbonds.ru/news/item/652275>, свободный. Загл. с экрана.

Северсталь БО-03	2014 / 31.08.2009	10	RUR	Аннулирована
Северсталь БО-04	19.02.2010	5	RUR	Погашена 15.02.2013
Северсталь БО-05	2014 / 31.08.2009	5	RUR	Аннулирована

* - дата регистрации

Помимо перечисленных выпусков были запланированы эмиссии серии БО-06 – БО-09 общим объёмом в 50 млрд. руб. Таким образом, компания дважды размещала еврооблигации в 2003 – 2004 годах, летом 2008 года, а также в 2010 и 2011 году. Большинство рублёвых облигаций были либо погашено, либо аннулировано. В 2013 – 2014 годах компания погасила долларовые облигации на сумму \$1.625 млрд., причём в 2010 – 2013 были размещены облигации на сумму \$3.35, по – видимому, на рефинансирование существующих облигаций и выплату банковских кредитов.

Группа НЛМК

Группа НЛМК является вертикально-интегрированным производителем стальной продукции, который осуществляет деятельность в России, Северной Америке и Европе. Вертикально – интегрированная структура компании обеспечивает почти полную самодостаточность по ресурсам. Группа занимается горной добычей (железорудное сырьё, кокс, коксирующий уголь, обработка металлолома), производством стали, проката и генерацией энергии.⁴⁰

Компания состоит из 3 дивизионов: НЛМК Россия, NLMK Europe, NLMK USA.

В группу НЛМК Россия входят: НЛМК Россия Плоский Прокат («Липецкая площадка», «Виз-сталь»), НЛМК Россия Сортовой Прокат («НСММЗ», «НЛМК - Метиз», «НЛМК - Калуга»), НЛМК Россия Сырьё («Стойленский ГОК», «Алтай - Кокс», «Стагдок», «Доломит», «Вторчермет НЛМК»).

В группу NLMK Europe входят: NLMK Europe Strip («NLMK La Louviere», «NLMK Coating», «NLMK Strasbourg») и NLMK Europe Plate («NLMK Dansteel», «NLMK Clabecq», «NLMK Verona»).

В группу NLMK USA входят NLMK Indiana, Sharon Coating NLMK Pennsylvania.

В своей стратегии до 2017 года (утверждённой в 2013) компания решила сменить фокус с капиталоемкой фазы увеличения масштаба компании на повышение операционной эффективности.

В 2005 году структура компании была другой. Группа НЛМК состояла из 3 сегментов: стального (собственно НЛМК и связанные общества, позднее DanSteel), горнодобывающего («Стойленский ГОК», «Доломит», «СтагДок», позже комбинат «КМАРуда» и другие приобретённые компании - «Алтай - Кокс», «Прокопьевскуголь») и прочего.

Серия приобретений активов отрасли для построения вертикально – интегрированной структуры началась в 2004 покупкой ключевого для НЛМК актива – горнодобывающей компании «Стойленский ГОК» в 2004 году за \$600 млн. (у мажоритарного акционера).

⁴⁰ Годовой отчёт за 2013 год. Группа НЛМК. – [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://nlmk.com/docs/treeru/годовой-отчет-нлмк-за-2013-год.pdf?sfvrsn=2>, свободный. Загл. с экрана.

В 2005 году НЛМК продала 18% ОАО «Комбинат КМАРуда» за сумму \$2 млн., причём в первом полугодии следующего года НЛМК выкупила обратно не только 18%, а 60% за \$60 млн., доведя свою долю до 100%. В 2005 году группа приобрела 100% акций сталелитейной (производство толстолистого проката) компании Danstett A. S. Сделка имела стратегический характер: группа в соответствии со своей стратегией стремилась укрепить свои позиции на мировом рынке металлопродукции. В 2006 году группа НЛМК получила 50% долю в компании SIF S.A, которая являлась совместным предприятием с группой Duferco за \$805 млн.⁴¹ В 2011 году НЛМК выкупила 50% собственного совместного предприятия с Duferco. Сумма сделки составила \$600 млн.⁴² В декабре 2007 года НЛМК приобрела 50% + 1 акцию в ОАО «Макси - Групп» за \$558 млн., из которых было выплачено \$300 млн. В дальнейшем сделка была приостановлена в связи с корпоративным конфликтом между НЛМК и Николаем Максимовым.

Ряд ключевых сделок по поглощению зарубежных активов были совершены в 2008 году. В Дании был куплен сталепрокатный завод BetaSteel (за \$190 млн.), трейдинговые компании Novexco и Novex Trading на Кипре и Швейцарии за \$120 млн. В США был приобретён производитель горячекатанного проката Beta Steel Corp. В октябре 2008 года компания приобрела 100% долю в NLMK Indiana за \$350 млн. Декларируемой целью сделки являлось диверсификация продуктового портфеля, увеличение продаж готовой продукции.

В России в 2008 году были приобретены либо доведены до 100% участия активы в основной отрасли: ОАО «Стойленский ГОК», ОАО «Алтай - Кокс», ОАО «Стагдок», ОАО «Доломит», ООО «Вторметснаб НЛМК», ОАО «ВИЗ», ЗАО «Вторчермет» за общую сумму в \$170 млн.⁴³

В мае 2007 группа выдала заем зависимой компании «SIF S. A» на сумму \$100 млн. для финансирования покупки компании Sharon Coating LLC. В апреле 2007 года группа продала за 1 доллар нерентабельное предприятие «Прокопьевскуголь» муниципальному предприятию г. Прокопьевска. В декабре 2008 года НЛМК продала 70% в дочернем обществе ОАО «ТМТП» (Туапсинский Морской Торговый Порт) за \$258 млн. Это предприятие было куплено в 2004 году за \$180 млн. В 2010 году за \$28.4 млн. был приобретен завод по сбору и переработки лома чёрных металлов ООО «ВМИ Ресайклинг Групп». В 2013 году компания продала бельгийской государственной компании SOGEPА 20,5% акций холдинга NLMK Belgium Holdings, в состав которого входят все европейские компании группы, кроме NLMK Danstett. Сумма сделки составила \$130 млн. В 2013 году компания продала 100% в дочерней компании ООО «НТК» за \$325 млрд.

Таблица 5. Краткосрочные и долгосрочные обязательства, чистый инвестиционный денежный поток, потоки по финансовой деятельности группы НЛМК (\$млрд.). Источник: финансовая отчётность по МСФО.

Дата (на 31.12)	Краткосрочный долг (\$млн.)	Долгосрочный долг (\$млн.)	Получение займов (\$млн.)	Погашение займов (\$млн.)
2005	5	45	20	14
2006	248	48	225	183
2007	1 537	73	268	452

⁴¹ Там же.

⁴² Рынок слияний и поглощений в России в 2011 году. Март 2012 KPMG.

⁴³ Данные финансовой и годовой отчётности компании.

2008	1 080	1 930	3 735	2 249
2009	556	1 939	1 077	1540
2010	526	2 099	933	802
2011	1 306	3 073	1 967	1 683
2012	1 816	2 815	1 819	1 798
2013	1 119	3 038	2 005	1 996
2014	798	1 962	110	892

Таблица показывает, что долг начал расти с 2006 года и вырос к 2012 году в несколько раз. В 2014 году компания начала сокращать финансовый долг.

По имеющейся в открытом доступе информации группа НЛМК единожды привлекала синдицированный кредит в валюте на сумму \$1.6 млрд. для рефинансирования задолженности российского производителя стали «Макси - Групп».⁴⁴ Всего группа выпустила 13 выпусков облигаций, из которых к 2015 году было погашено 7. На данный момент имеется в обращении 5 выпусков на сумму 35 млрд. рублей (с датой погашения в 2022 – 2023 годах) и выпуска на сумму \$1.3 млрд. (с датами погашения в 2018 – 2019 году) со ставкой купона 5%.⁴⁵ Помимо выпуска облигаций и получения синдицированных кредитов НЛМК привлекает банковское финансирование. В 2010 – 2013 годах компания заключила соглашения с банками об открытии кредитных линий и кредитных соглашений на сумму до 15 млрд. руб. и \$2.5 млрд.⁴⁶

В 2007 году стратегией компании являлось расширение географического присутствия и модернизация производственных мощностей. Согласно выводам компании, высокая эффективность деятельности вызвана преимуществами вертикально – интегрированной структуры. В 2012 году компания пересмотрела свою стратегию. Ключевыми аспектами обновлённой стратегии является завершение капиталоемкого этапа развития компании (завершение крупных капитальных вложений), повышение эффективности, сокращение долга.

Стоит отметить, что завершение периода бума в металлургической отрасли компании удалось завершить без возникновения рисков финансовой несостоятельности (графики 2, 5, 6 в приложении). Долю долга удалось поддержать на уровне 40% после кризиса. Более того, по сравнению с компанией «Северсталь» не возникло необходимости в существенных продажах ранее приобретённых компаний.

Российский алюминий

РУСАЛ – крупнейшая в мире компания по производству алюминия и одна из крупнейших по производству глинозёма. Компания была образована в 2007 году путём слияния уже существующей компании РУСАЛ, СУАЛа и швейцарской компании по производству глинозёма Glencore. В настоящее время в объединённую компанию входят более 40 заводов в 13 странах.⁴⁷ Основной продукцией компании является алюминий, глинозём и бокситы. По состоянию на 2014 год 48.13% принадлежит группе

⁴⁴ Синдицированный кредит: Новолипецкий металлургический комбинат, 7.2008. Cbonds(S). – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://loans.cbonds.info/loan/1455>, свободный.

⁴⁵ Cbonds. Новолипецкий металлургический комбинат. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ru.cbonds.info/organisations/emitent/2529>, свободный.

⁴⁶ Годовые отчёты за 2011 – 2013 годы.

⁴⁷ РУСАЛ. Корпоративный сайт. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rusal.ru/>, свободный. Загл. с экрана.

En+, 17.02% - группе ОНЭКСИМ, 15.8% - СУАЛ, 8.75% - Amokenga Holdings (контролируется группой Glencore).⁴⁸

Стратегией компании является развитие эффективности производства в ключевых сегментах, увеличение гибкости производственного процесса, развитие производства продукции с высокой добавленной ценностью, а также другие цели. Объединённая компания РУСАЛ состоит из 8 дивизионов⁴⁹:

- Алюминиевый дивизион (Богучанский, Братский, Иркутский, Красноярский, Кандалакшский, Новокузнецкий, Саяногорский, Хакасский АЗ);

- Дирекция по новым проектам (ALSCON, Kubal - Швеция, Запорожский АК, Волховский АЗ, Волгоградский АЗ, Надвоицкий АЗ, Полевской криолитовый завод, РЕСАЛ, СУАЛ –кремний, СУАЛ порошковая металлургия Волгод, СУАЛ порошковая металлургия Краснотурьинск, СУАЛ Порошковая металлургия Терехов, Южно – Уральский криолитовый завод, Ярославская горнорудная компания);

- Глинозёмный дивизион (Alpart – Ямайка, Aughinish Alumina – Ирландия, Eurallumina – Италия, Queensland Alumina – Австралия, Windalco – Ямайка, Ачинский ГК, Богословский АЗ, Боксит Тимана, Бокситогорский ГЗ, Компания бокситов Гайаны, Компания бокситов Киндии – Гвинея, Николаевский ГЗ, Североуральский бокситовый рудник, Уральский АЗ, БГК Фригия - Гвинея);

- Упаковочный дивизион (АРМЕНАЛ, САЯНАЛ, Уральская фольга, Саянская фольга);

- Энергетический дивизион;

- Инженерно – Строительный дивизион (Коми Алюминий, Тайшетский Алюминиевый завод, РУСАЛ Шаньси Катод, Глиноземсервис, Инженерно – строительная компания, Русская инжиниринговая компания, Металлист);

- Дирекция по обеспечению бизнеса и техническая дирекция.

Таблица 6. Основные подразделения объединённой компании РУСАЛ. Источник – годовая отчётность компании.

Предприятие	Страна	Дата приобретения	Основная деятельность
Campagne des Bauxites	Гвинея	29.11.2000	Добыча бокситов
Русал – Ачинск	Россия	29.04.2004	Алюминий
Русал Николаев	Украина	16.09.2004	Алюминий
Eurallumina SpA	Италия	21.03.2002	Алюминий
Русал Новокузнецк	Россия	26.06.1996	Выплавка
Русал Саяногорск	Россия	29.09.2009	Выплавка
Хакасский алюминиевый завод	Россия	23.07.2003	Выплавка
Русал Саянал	Россия	29.12.2001	Фольга
Русал Арменал	Армения	17.05.2000	Фольга

⁴⁸ Годовой отчёт компании за 2014 год.

⁴⁹ Структура компании. Корпоративный сайт «Объединённой корпорации РУСАЛ». – [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.rusal.ru/about/structure.aspx>, свободный. Загл. с экрана.

Рус – Инжиниринг	Россия	18.08.2005	Ремонт и техническое обслуживание
Российский алюминий	Россия	25.12.2000	Холдинговая компания
Русал Глобал Менеджмент	Нидерланды	8.03.2001	Управляющая компания
Трейдинговая компания объединённой компании Русал	Россия	15.03.2000	Торговля
Русал Америка	США	29.03.1999	Торговля
РС Интернэшнл GmbH	Швейцария	22.05.2007	Торговля
Русал Маркетинг GmbH	Швейцария	22.05.2007	Торговля
RTI лимитэд	Нью – Джерси	27.10.2006	Торговля
Alumina and Bauxite Company	Британские виргинские острова	03.03.2004	Торговля
Коми Алюминий	Россия	13.02.2003	Алюминий
Северо – Уральский Бокситовый рудник	Россия	24.10.1996	Добыча бокситов
СУАЛ	Россия	26.09.1996	Добыча и выплавка алюминия
SUAL – PM	Россия	20.10.1998	Алюминий
Кремний	Россия	03.08.1998	Производство силикона
СУАЛ – Кремний – Урал	Россия	01.03.1999	Производство силикона
Русал Алюминий Ямайка	Ямайка	26.04.2001	Алюминий
Русал Алюминий Ямайка II	Ямайка	16.05.2004	Алюминий
RFCL Sarl	Люксембург	13.03.2013	Финансовые услуги
Aktivium B. V.	Нидерланды	28.12.2010	Холдинговая и инвестиционная компания

По состоянию на конец 2014 года РУСАЛ имеет долговые обязательства на сумму \$9.5 млрд, подавляющее большинство из которых приходится на (синдицированные) кредиты в валюте RUR и USD со сроками погашения в 2017 – 2018 и 2021 – 2022 годах по процентной ставке LIBOR + 5% - 7%.

В 2009 году по причине рецессии в ключевых экономиках мира, падения цен на металлы и алюминий, компания РУСАЛ попала в затруднительное финансовое положение. На начало 2009 года общий объём задолженности по долговому финансированию составлял \$16.6 млрд. Для предотвращения угрозы финансовой несостоятельности компании менеджмент, акционеры и кредиторы пошли на ряд соглашений. Выплаты по долгу были привязаны к «излишкам» (превышение фактических денежных потоков над согласованными с кредиторами) по операционному денежному потоку, часть долга перед группой «Онэксим» была переведена в акции. Таким способом удалось сократить задолженность по долговому финансированию до \$13.9 млрд. Долг перед «Внешэкономбанком» был прорефинансирован со стороны Сбербанка (при этом ВЭБ выдал гарантию на \$2.25 млрд. в случае невозможности исполнения обязательства со стороны РУСАЛа). Далее в 2010 в ходе IPO компания привлекла новое финансирование в объёме порядка \$2 млрд., которое было направлено на погашение долга. Основная величина долга была реструктурирована через продление сроков погашения, причём процентная ставка была переменной и зависела от LIBOR и отношения долга к показателю EBITDA. Требования кредиторов включали в себя выполнение графика погашения долга, соблюдение ковенантов по выплатам дивидендов, а также обязательства по продаже активов для выплаты долга (в случае необходимости).⁵⁰

Таким образом, компании РУСАЛ удалось выйти из угрозы финансовой несостоятельности, имевшей место в конце 2009 года в связи с наступлением сроков исполнения обязательств по выплате долгов.⁵¹ Ключевым фактором были успешность переговоров с кредиторами о реструктуризации долга, конвертация части долга в акции, а также рефинансирование кредита ВЭБа за счёт Сбербанка.

Мечел

Компания «Мечел» является вертикально – интегрированной компанией по производству металлургического угля, некоторых спецсплавов и сталей. 67% акций компании принадлежит Игорю Зюзину. Остальные акции находятся в свободном обращении. Помимо ключевого направления своей деятельности – горной добычи и металлургии компания занимается энергетикой, логистикой и сбытом продукции.

Таблица 7. Приобретения предприятий компанией «Мечел». Данные консолидированной финансовой отчётности за 2014 год.

Предприятие	Страна располож ения	Основная деятельност ь	Дата приобретени я	Доля в предприятии		
				На 31.2014	На 31.2013	На 31.2012
Mechel International Holdings GmbH	Швейцария	Холдинг, торговля	01.07.1995	100%	100%	100%
Торговый Дом Мечел	Россия	Торговля	23.06.1997	100%	100%	100%
Угольная компания «Южный Кузбасс»	Россия	Добыча угля	21.01.1999	96,6%	96,6%	96,6%
Разрез Томусинский	Россия	Добыча угля	21.01.1999	64,3%	74,7%	74,5%
Челябинский металлургический	Россия	Металлургия	27.12.2001	94,2%	94,2%	94,2%

⁵⁰ Годовой отчёт компании за 2010 год.

⁵¹ Годовой отчёт компании за 2009 год.

комбинат						
Южно – Уральский Никелевый комбинат	Россия	Никель	27.12.2001	84,1%	84,1%	84,1%
Вяртсильский метизный завод	Россия	Металлургия	24.05.2002	93,3%	93,3%	93,3%
Белорецкий металлургический комбинат	Россия	Металлургия	14.06.2002	91,5%	91,5%	91,5%
Mechel Targoviste	Румыния	Металлургия	28.08.2002	0	0	86,6%
Уральская кузница	Россия	Металлургия	24.04.2003	93,8%	93,8%	93,8%
Коршуновский горно- обогажительный комбинат	Россия	Добыча железной руды	16.10.2003	90%	90%	85,6%
Mechel Campia Turzii	Румыния	Металлургия	20.06.2003	0	0	86,6%
Mechel Nemunas	Литва	Металлургия	15.10.2003	100%	100%	100%
Мечел – Энерго	Россия	Торговля электроэнер- гией	03.02.2004	100%	100%	100%
Торговый порт «Посъет»	Россия	Транспортные услуги	11.02.2004	97,1%	97,1%	97,1%
Каслинский завод архитектурно – художественного литья	Россия	Металлургия	14.04.2004	100%	100%	100%
Ижсталь	Россия	Металлургия	14.05.2004	100%	100%	100%
Порт Камбарка	Россия	Транспортн ые услуги	27.04.2005	90,4%	90,4%	90,4%
Мечел – Сервис	Россия	Торговля	05.05.2005	100%	100%	100%
Mechel Trading	Швейцар ия	Торговля	20.12.2005	100%	100%	100%
ВторРесурс	Россия	Сбор и переработка вторичных материалов	14.03.2006	100%	100%	100%
Московский коксагазовый завод	Россия	Производст- во кокса	04.10.2006	99,5%	99,5%	99,5%
Южно – Кузбасская ГРЭС	Россия	Выработка электроэнер- гии	19.04.2007	98,3%	98,3%	98,3%
КузбассЭнергосбыт	Россия	Сбыт электроэнер-	30.06.2007	72,1%	72,1%	72,1%

		гии				
Братский завод ферросплавов	Россия	Производство ферросплавов	06.08.2007	100%	100%	100%
Якутуголь	Россия	Добыча угля	19.10.2007	100%	100%	100%
Mechel Carbon	Швейцария	Торговля	02.04.2008	100%	100%	100%
Ductil Steel	Румыния	Металлургия	08.04.2008	0	0	100%
Oriel Resources	Великобритания	Холдинговая компания	17.04.2008	100%	100%	100%
Тихвинский ферросплавный завод	Россия	Производство феррохрома	17.04.2008	0	0	100%
Горно – обогатительный комбинат «Восход»	Казахстан	Добыча хромовой руды	17.04.2008	0	0	100%
Мечел – Майнинг	Россия	Холдинговая компания	18.04.2008	100%	100%	98,69%
HBL Holding GmbH	Германия	Торговля	26.09.2008	100%	100%	100%
Мечел – Ремсервис	Россия	Ремонтные работы	09.02.2009	100%	100%	100%
Компания BCG	США	Добыча угля	07.05.2009	100%	100%	100%
Laminorul S.A.	Румыния	Металлургия	25.02.2010	0	0	90,9%
Ramateks	Турция	Торговля	18.06.2010	100%	100%	100%
Топлофикация – Русе	Болгария	Выработка электроэнергии	09.12.2010	0	0	100%
Торговый дом Мечел – Майнинг	Россия	Торговля	09.05.2011	0	100%	100%
Invicta merchant Bar	Великобритания	Металлургия	22.08.2011	0	0	100%
Донецкий электрометаллургический завод	Украина	Металлургия	22.12.2011	100%	100%	100%
Cognor Stahlhandel GmbH	Австрия	Торговля	25.09.2012	100%	100%	100%
Ломпром Ростов	Россия	Заготовка и переработка металлолома	25.09.2012	100%	100%	100%
Эльгауголь	Россия	Добыча угля	14.08.2013	99,9%	100%	0

Как видно из таблицы, на протяжении 2000 – 2010 годов компания была вовлечена в сделки по поглощению активов в отрасли металлургии и добыче угля. В 2010 – 2011 годах в связи с падением цен и ухудшением финансового состояния компания была вынуждена продать активы (например, в Румынии, Болгарии и Великобритании).

Символом нарастания проблем в компании стал обвал капитализации компании в конце 2013 года, когда цены акций упали на 40%.⁵² Падение произошло на фоне переговоров с кредиторами о реструктуризации финансового долга, который к тому моменту составил почти \$10 млрд. В отличие от ситуации с РУСАЛом в случае Мечела камнем преткновения по вопросу конвертации части долга в акции является риск утраты корпоративного контроля со стороны контролирующего акционера (Игоря Зюзина). Изначально Мечел отверг предложения кредиторов конвертировать часть долга в акции, но затем выдвинул предложение об обмене долга на часть акций дочерних предприятий группы одному из ключевых кредиторов – Сбербанку. Предложение было отвергнуто банком, как не позволяющее оказывать влияние на корпоративное управление в компании.⁵³

Компания в настоящее время находится в сложном финансовом состоянии, заключающемся в невозможности исполнения обязательств перед основными кредиторами – государственными банками «Газпромбанк», «ВТБ» и «Сбербанк». Сумма кредитов составляет по состоянию на 1 января 2015 года \$6.8 млрд.⁵⁴ (половина из этой суммы приходится на трёх крупнейших кредиторов) Основным камнем преткновения является отказ контролирующего собственника компании Игоря Зюзина от конвертации части задолженности перед кредиторами в акции компании, что приведёт к сокращению доли ключевого собственника. В 2015 году банк «ВТБ» обратился с иском в суд с требованием взыскания непогашенной задолженности, в апреле 2015 года требования кредитора были удовлетворены.⁵⁵ В мае компания договорилась с кредитором о реструктуризации, в соответствии с которой часть основного долга переносится на 2017 – 2018 годы при условии погашения компании задолженности по процентам по кредиту. В то же время ОАО «Сбербанк» в связи с отсутствием предложений по реструктуризации долгов обратился в суды с исками против дочек компании «Мечел».⁵⁶ Помимо Сбербанка с иском о взыскании задолженности обратился другой крупный кредитор – Евразийский банк развития.⁵⁷

Таким образом, собственникам и менеджменту компании не удалось избежать рисков наступления финансовой несостоятельности. В отличие от компании РУСАЛ не удалось договориться с кредиторами о реструктуризации долга в целом, несмотря на успех отдельных переговоров. Кредиторы компании периодически обращаются в суды

⁵² Доктор не пришёл: почему обвалился «Мечел». Forbes. – [Электронный ресурс]. – режим доступа: <http://www.forbes.ru/kompanii/tyazhelaya-promyshlennost/247346-doktor-ne-prishel-pochemu-obvalilsya-mechel>, свободный. Загл. с экрана.

⁵³ «Мечел» впервые признал возможность конвертации долга в акции. Ведомости. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/business/articles/2015/04/16/mechel-vpervie-priznal-vozmozhnost-konvertatsii-dolga-v-aktsii>, свободный. Загл. с экрана.

⁵⁴ Годовой отчёт за 2014 года. ОАО «Мечел». – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.mechel.ru/doc/doc.asp?obj=133202>, свободный. Загл. с экрана.

⁵⁵ «ВТБ» и «Мечел» договорились о реструктуризации долга. РБК. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://top.rbc.ru/business/05/06/2015/557157a39a7947711e35a8d4>, свободный. Загл. с экрана.

⁵⁶ Сбербанк продолжит обращаться в суды с исками о банкротстве «дочек» «Мечела». Информационное агентство «Интерфакс». – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.interfax.ru/business/445809>, свободный. Загл. с экрана.

⁵⁷ Евразийский банк Развития подал иск к структурам «Мечела». Ведомости – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/business/news/2015/05/22/evraziiskii-bank-razvitiya-podal-isk-k-strukturam-mechela-na-4-mlrd-rub>, свободный. Загл. с экрана.

о взыскании задолженности в судебном порядке. Также собственник компании отказался от обмена части долга на акции компании.

Сравнение политики М&А рассмотренных компаний

Анализ сделок по слияниям и поглощениям российских металлургических компаний в рамках последнего делового цикла показывает, что поглощения, в основном совершались во время завершения стадии подъёма делового цикла (2006 – 2008) годах, когда цены добывающих активов росли. После экономического кризиса 2008 – 2009 годов произошло сокращение числа сделок. После падения цен на металлы в 2011 – 2013 годах объём сделок М&А в российской металлургии упал (с более чем \$2 млрд. до \$300 млн. в год). Таким образом, стратегическая политика металлургических компаний в области М&А оказалось процикличной, а не контрцикличной как это советует теория делового цикла и консалтинговые компании. Более того, некоторые компании, например, «РУСАЛ» и «Мечел» решили продать купленные на пике активы для погашения долгов.

На графике 5 – 6 в приложении показаны доля обязательств на балансе компаний и общий долг. В случае компаний РУСАЛ и Мечел сокращение долга происходило параллельно с ростом доли долга (финансовой нагрузкой). Таким образом, продажа активов не помогла решить проблему финансовой несостоятельности. В случае компаний Северсталь и НЛМК удалось сохранить долю обязательств на прежнем уровне.

Окончание стадии подъёма последнего делового цикла сопровождалось процессом делевериджа – сокращение объёма долга. Это сокращение было сопряжено с продажей ранее приобретённых активов, причём с существенным дисконтом. Несмотря на то, что отдельные продажи активов происходили с дисконтом (например, в случае Северстали – продажа американских активов за \$1.8 млрд. при вложениях в \$2.2 млрд.), только в случае РУСАЛа и Мечела это привело к обострению финансовых проблем.

Стоит отметить, что сравнение сделок компаний РУСАЛ и Мечел показывает, что вторая компания проводила более высокорискованную политику (больше количество сделок ближе к концу периода роста делового цикла). Также стоит выделить то, что Северсталь и НЛМК увеличивали долгосрочный долг в большей степени, чем компании РУСАЛ и Мечел, что снизило краткосрочную финансовую нагрузку.

Отдельно стоит обратить внимание на географию сделок. В то время как Северсталь инвестировала в металлургические компании в США и добывающие компании в Африке, целями сделок НЛМК были европейские компании. В случае Мечела приобретённые компании являлись в основном российскими и украинскими, за исключением отдельных предприятий в Румынии и Болгарии.

Исследование показывает, что рассмотренные компании прибегали к валютному долговому финансированию (в меньшей степени это касается компании «Мечел»), что в условиях девальвации российской валюты привело к увеличению долга в рублёвом выражении. С другой стороны, финансирование использовалось для приобретения международных компаний, таким образом, валютная позиция оказалась в целом, сбалансированной.

Заключение

В работе была поставлена цель проанализировать влияние сделок М&А российских металлургических компаний на структуру капитала и выявить причины появления риска финансовой несостоятельности в отдельных компаниях. В работе были рассмотрены компании «Северсталь», «НЛМК», «РУСАЛ», «Мечел». Это связано с тем, что, несмотря на общие макроэкономические и отраслевые условия, а также

общность декларируемых стратегий (выход на зарубежные рынки, приобретение активов, построение вертикально – интегрированной структуры, полная обеспеченность сырьём, создание продуктов с высокой добавленной ценностью), две из перечисленных компаний оказались в сложном финансовом положении. Для достижения цели были поставлены задачи исследования влияния делового цикла на металлургическую отрасль и анализ сделок М&А.

Исследование показало, что большинство компаний заключало сделки (приобретало добывающие и трейдинговые предприятия) во второй половине стадии подъёма, и даже на пике делового цикла в 2008 году. Более того, некоторые компании продавали ранее приобретённые активы после окончания периода бума, когда цены на сырьё упали. Это полностью противоречит контрциклической стратегии, направленной на приобретение активов на стадии упадка в отрасли и возможной продаже активов в период роста. Активность в сфере М&А финансировалась увеличением валютного долга. После окончания стадии подъёма делового цикла и связанного с ним падения спроса, цен на металлы произошло обострение финансовых проблем, связанных с исполнением обязательств. Для исполнения обязательств компании были вынуждены продать некоторые ранее приобретённые активы зачастую с дисконтом.

Исследование показало, что финансовая несостоятельность некоторых компаний объясняется рядом различий. Представляется, что степень агрессивности политики М&А, финансируемой с помощью долга, является ключевой причиной возникновения рисков финансовой несостоятельности. Компании РУСАЛ и Мечел подошли к окончанию периода роста делового цикла с большим относительным количеством долга, чем компании Северсталь и НЛМК. Стоит отметить, что Мечел также продолжал совершать приобретения после окончания кризиса 2009 года. Хотя такое поведения согласуется с теорией делового цикла, тем не менее это решение усилило риски финансовой несостоятельности, когда цены на металлы снизились в 2011, 2013 годах.

Однако на возникновение рисков финансовой несостоятельности (точнее невозможности их устранения) в случае рассмотренных компаний повлиял ряд других факторов. Во – первых, объём сделок по отношению к балансу компании был больше у РУСАЛа и Мечела, чем у Северстали и НЛМК. Во – вторых, продажа ранее приобретенных активов как средство погашения долга не помогло в случае РУСАЛа и Мечела. Более того, в случае Мечела продажа активов приводила к сокращению собственного капитала, что ещё больше увеличивало долю долга в структуре баланса, что ещё более ухудшало финансовое положение и увеличивало риск банкротства. Фактором, влиявшим на успех продажи активов как средства погашения задолженности и выхода из ситуации финансовой несостоятельности, могло быть географическое расположение ранее купленных предприятий (Северсталь – США, НЛМК – Европа, Мечел – Россия и Украина). Наконец, существенное влияние на способность выхода из ситуации финансовой несостоятельности могли оказать факторы корпоративного управления.

Дальнейшим направлением исследования является сравнение не только российских компаний, но и зарубежных, например, из Китая и Индии, что поможет выявить более точно соответствие реализованной стратегии металлургических компаний бизнес – циклу и причины несостоятельности отдельных компаний.

Литература

2014 Global Mining Deals Outlook and 2013 Review: Strategically Picking up the Pace. PwC mining Report.

Быть лидером в создании. Вестник McKinsey. Специальный выпуск №4. 2010 – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://vestnikmckinsey.ru/metals-and-mining/byht-liderom-v-sozidanii>, свободный. Загл. с экрана.

В металлургической отрасли всё реже фиксируют слияния и поглощения. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.iolitn.ru/novosti/item/6-v-metallurgicheskoy-otrasli-vse-rezhe-fiksiruyut-sliyaniya-i-pogloscheniya>, свободный. Загл. с экрана.

«ВТБ» и «Мечел» договорились о реструктуризации долга. РБК. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://top.rbc.ru/business/05/06/2015/557157a39a7947711e35a8d4>, свободный. Загл. с экрана.

Годовой отчёт за 2006 год. ОАО «Северсталь». – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.severstal.com/files_archive/rus/ir/results_reports/annual_reports/годовой_отчет_2006.pdf, свободный. Загл. с экрана.

Годовой отчёт за 2008 год. ОАО «Северсталь». – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.severstal.com/files_archive/rus/ir/results_reports/annual_reports/2658.pdf, свободный. Загл. с экрана.

Годовой отчёт за 2010 год. ОАО «Северсталь». – [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.severstal.com/files_archive/files/4888/annual_report_2010.pdf, свободный. Загл. с экрана.

Годовой отчёт за 2013 год. Объединённая компания РУСАЛ. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.rusal.ru/upload/uf/195/Rusal_AR_2014_Eng.pdf, свободный. Загл. с экрана.

Годовой отчёт за 2013 год. Группа НЛМК. – [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://nlmk.com/docs/treeru/годовой-отчет-нлмк-за-2013-год.pdf?sfvrsn=2>, свободный. Загл. с экрана.

Годовой отчёт за 2013 год. ОАО «Северсталь». – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.severstal.com/files/10115/APA00121_Rus_Preview.pdf, свободный. Загл. с экрана.

Годовой отчёт за 2014 год. ОАО «Мечел». – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.mechel.ru/doc/doc.asp?obj=133202>, свободный. Загл. с экрана.

Доктор не пришёл: почему обвалился «Мечел». Forbes. – [Электронный ресурс]. – режим доступа: <http://www.forbes.ru/kompanii/tyazhelaya-promyshlennost/247346-doktor-ne-prishel-pochemu-obvalilsya-mechel>, свободный. Загл. с экрана.

Евразийский банк Развития подал иск к структурам «Мечела». Ведомости – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/business/news/2015/05/22/evraziiskii-bank-razvitiya-podal-isk-k-strukturam-mechela-na-4-mlrd-rub>, свободный. Загл. с экрана.

Индексы – Московская Биржа. Московская Биржа – [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://moex.com/ru/index/MICEXM%26M/constituents/>, свободный. Загл. с экрана.

Курс на надёжность. Вестник McKinsey. Специальный выпуск №15. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://vestnikmckinsey.ru/metals-and-mining/kurs-na-nadezhnost>, свободный. Загл. с экрана.

«Мечел» впервые признал возможность конвертации долга в акции. Ведомости. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/business/articles/2015/04/16/mechel-vpervie-priznal-vozmozhnost-konvertatsii-dolga-v-aktsii>, свободный. Загл. с экрана.

Мечелу помогла девальвация. Ведомости. – [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/business/articles/2015/04/29/mechelu-pomogla-devalvatsiya>, свободный. Загл. с экрана.

Опережая спад. Вестник McKinsey. Специальный выпуск №15. 2006. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://vestnikmckinsey.ru/metals-and-mining/operezhaya-spad>, свободный. Загл. с экрана.

От сбыта к сервису. Вестник McKinsey. Специальный выпуск №15. 2006. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://vestnikmckinsey.ru/metals-and-mining/ot-sbyhta-k-servisu>, свободный. Загл. с экрана.

Российская статья: плацдарм для роста? Вестник McKinsey. Специальный выпуск №15. 2006. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://vestnikmckinsey.ru/metals-and-mining/rossijskaya-stal-placdarm-dlya-rosta>, свободный. Загл. с экрана.

Рынок слияний и поглощений в России в 2011 году. Март 2012 KPMG.

Сбербанк продолжит обращаться в суды с исками о банкротстве «дочек» «Мечела». Информационное агентство «Интерфакс». – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.interfax.ru/business/445809>, свободный. Загл. с экрана.

Северсталь завершает продажу американских активов. Информационное агентство ТАСС. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://tass.ru/ekonomika/1331112>, свободный. Загл. с экрана.

Северсталь завершила продажу активов Severstal North America. РБК. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://top.rbc.ru/finances/01/04/2011/569602.shtml>, свободный. Загл. с экрана.

Синдицированный кредит: Новолипецкий металлургический комбинат, 7.2008. Cbonds(S). – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://loans.cbonds.info/loan/1455>, свободный.

Слияния и поглощения в металлургической отрасли. РБК. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.rcb.ru/rcb/2007-12/8413/>, свободный. Загл. с экрана.

Структура компании. Корпоративный сайт «Объединённой корпорации РУСАЛ». – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rusal.ru/about/structure.aspx>, свободный. Загл. с экрана.

РУСАЛ. Корпоративный сайт. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rusal.ru/>, свободный. Загл. с экрана.

Финансовая отчётность за I квартал 2015 года. ОАО Северсталь. – [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.severstal.com/files/11460/_Severstal_FS_Rus.pdf, свободный. Загл. с экрана.

Bromiley P., P. Navarro, Sottile P. 2008. Strategic Business Cycle Management and Organizational Performance: a Great Unexplored Research Stream. Strategic Organization, Vol. 6 (2), p. 207 – 219.

Cbonds. Новолипецкий металлургический комбинат. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ru.cbonds.info/organisations/emitent/2529>, свободный.

Erten B., J.-A. Ocampo. 2013. Super cycles of Commodity Prices Since the Mid – Nineteenth Century. *World Development*. Vol. 44, p. 14 – 30.

Is it time to buy iron ore shares? X asx. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.asx.com.au/education/investor-update-newsletter/201411-is-it-time-to-buy-iron-ore-shares.htm>, свободный. Загл. с экрана.

Issler J. V., Rodrigues C., Burjack R. 2014. Using Common Features to Understand the Behavior of Metal – Commodity Prices and Forecast Them as Different Time Horizons. *Journal of International Money and Finance*, No. 42, p. 310 – 335.

Jerrett D., Cuddington J. T. 2008. Broadening the Statistical Search for Metal Price Super Cycle to Steel and Related Metals. *Resource Policy*, 33, p. 188 – 195.

Labys W. C., Achouch A., Terraza M. 1999. Metal Prices and Business Cycle. *Resources Policy*, 25, p. 229 – 238.

Leban R., Lesourne J. 1980. The Firms' Investment and Employment Policy Through Business Cycle. *European Economic Review*, 13, p. 43 – 80.

Lesourd J. B., Badillo D. 1998. The existence of Metal Price Cycles. *Resources Policy*. Vol. 24, No. 3, p. 147 – 155.

Metal deals: Forging Ahead 2015 Outlook and 2014 Review. PwC Mining Publications.

Miners adjust to volatile commodity markets. Gold, silver and copper price report 2015. PWC report.

NorthGold отвергает PXF, и рефинансирует промежуточный кредит с помощью облигаций. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://cbonds.ru/news/item/652275>, свободный. Загл. с экрана.

Roberts M.C. 2009. Duration and Characteristics of Metal Price Cycles. *Resource Policy*. 34, p. 87 – 102.

Severstal Completes Acquisition of Esmark Incorporated. Securities and Exchange Comission. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1392600/000104746908008717/a2187205zex-99_a5h.htm, свободный. Загл. с экрана.

Executive Summary

Strategic Management theory and business cycle management suggests that companies should perform contracyclical strategy. In case of M&A policy companies should buy enterprises during recession periods and sell assets during boom periods in order to exploit strategic opportunities during business cycles and make profits. From perspective of risk – management and finance companies should issue debt to finance sustainable projects in a manner, which with reasonable degree of confidence assures ability to repay.

The paper evaluates M&A policy of Russian metallurgical companies during recent business cycle. It is shown that M&A policy was procyclical rather than contracyclical which contradicts strategic management theory. Selected companies were acquiring enterprises during boom years (sometimes even at the peak) and were selling back some assets during recession at a loss. Procyclical M&A policy was financed by debt and given perspective of slowdown in the industry was not prudent from financial perspective. As a result, some metallurgical companies experienced threat of financial insolvency. The difference between companies, which escaped the threat, and those, which did not, is explained not only by degree of erroneous M&A policy but by other factors, such as geographical direction of expansion and corporate governance factors.

Приложения

График 1. Краткосрочное, долгосрочное финансирование и сделки M&A. Net M&A – чистые расходы на M&A («+» продажа, «-» покупка). Источники – годовые и финансовые отчёты.

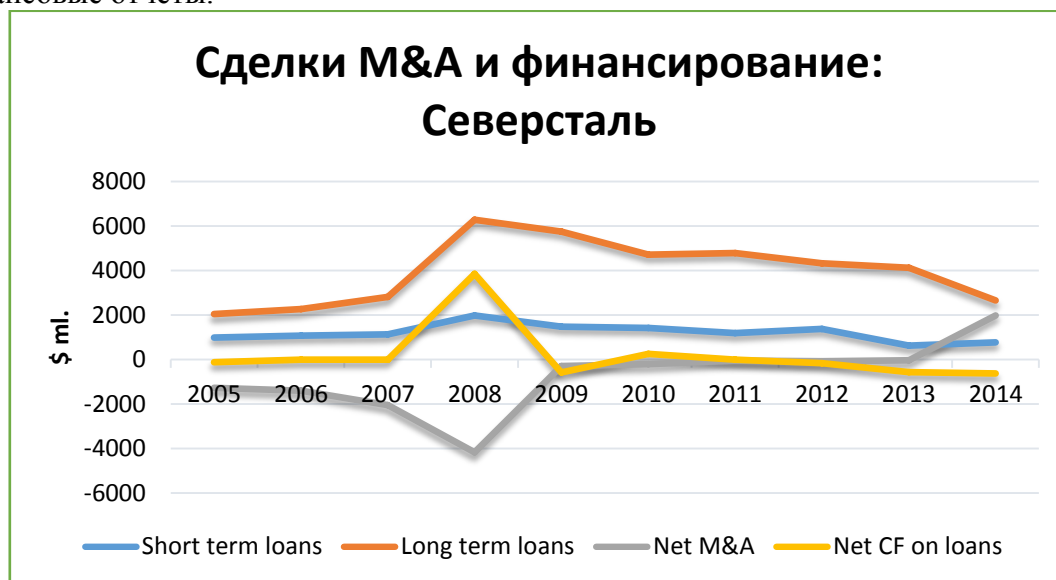


График 2. Краткосрочное, долгосрочное финансирование и чистые расходы на M&A («+» продажа, «-» покупка). Источники – годовые и финансовые отчёты.



График 3. Количество сделок М&А (покупок компаний) по годам. Источники – годовые и финансовые отчёты.

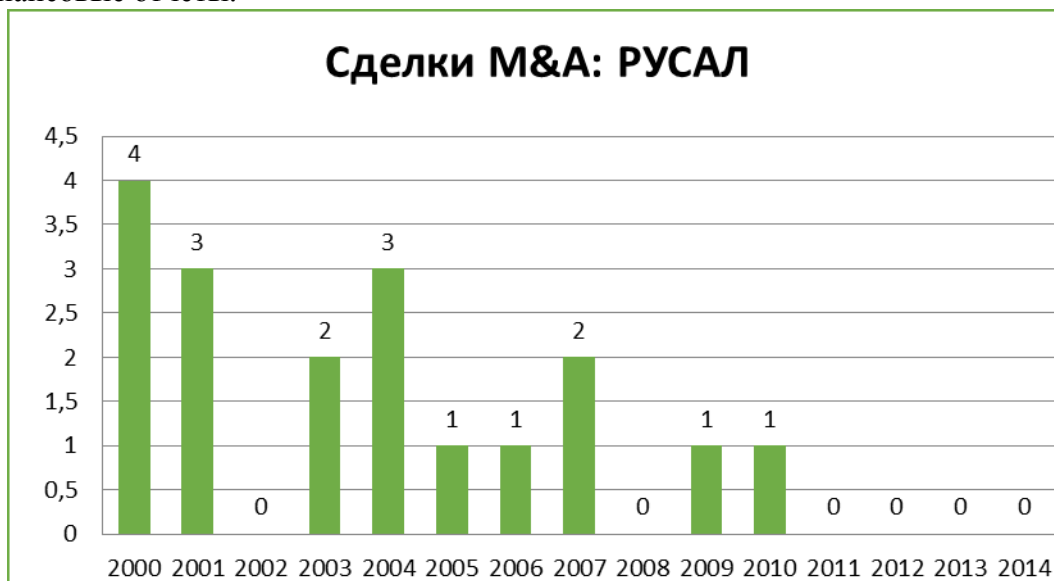


График 4. Количество сделок М&А (покупок компаний) по годам. Источники – годовые и финансовые отчёты.



График 5. Общий долг компаний на конец года. Источник – годовые и финансовые отчёты.

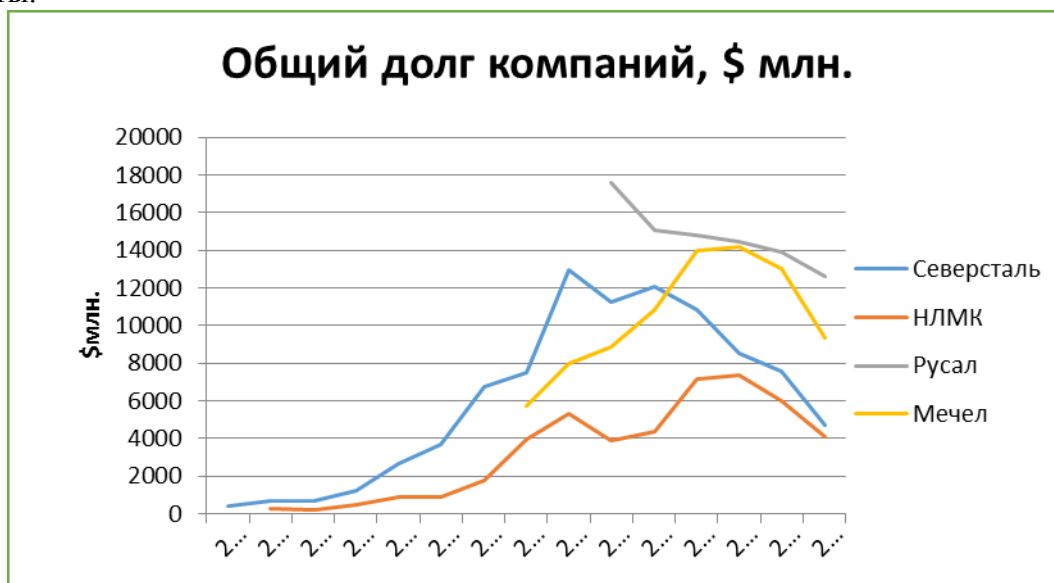


График 6. Доля обязательств в балансе компаний. Мечел – отрицательный капитал по состоянию на конец 2014 года. Источники – годовые и финансовые отчёты компаний.

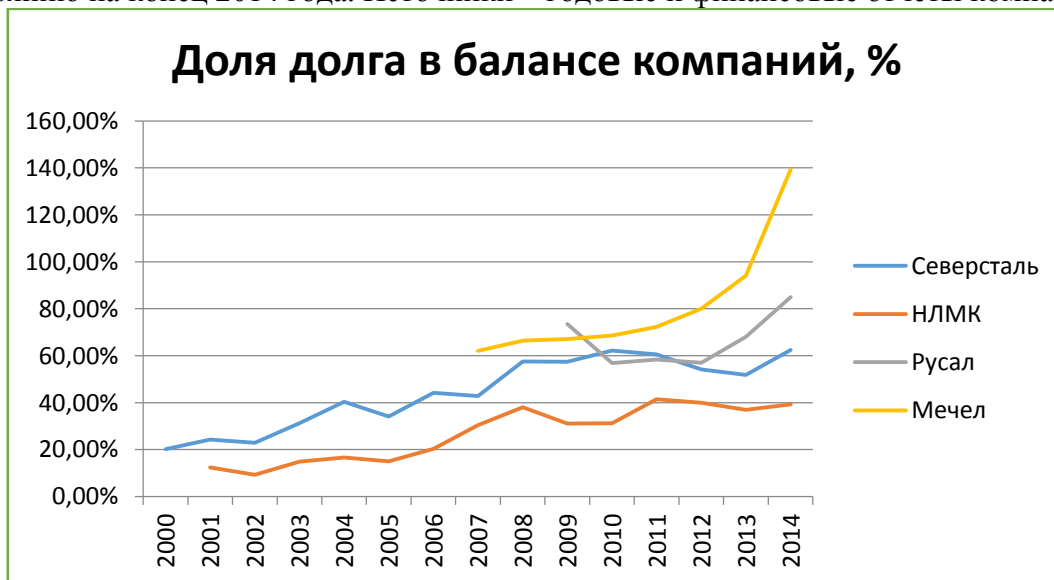


График 7. Объём сделок M&A в денежном выражении в металлургической отрасли в мире. Источник – PricewaterhouseCoopers.

